

1.0 仍大有可为，聚源打开市值上升空间

——恒生电子 2011 年半年报点评

民生精品---简评报告/计算机应用行业

2011 年 08 月 29 日

一、事件概述

公司公布 2011 年半年报：上半年，公司实现营业总收入 3.697 亿元人民币，较去年同期同比增长 25.4%；实现利润总额 7,876 万元，较去年同期增长 30.83%；实现归属于上市公司股东的净利润 6,892 万元，较去年同比增长 28.07%。

二、分析与判断

➤ 转型中的恒生经营依然稳健，1.0 业务市场空间仍然广阔是主要原因

业绩符合预期，收入同比增长 25.4%，净利润同比增长 28.1%。我们认为，转型中的恒生能有如此稳健的经营主要还是归功于 1.0 业务广阔的市场空间。与发达国家相比，中国整个金融信息化的渗透率还非常低。金融产品不断创新，金融市场持续扩容以及金融机构管理优化都将催生新的信息化需求，1.0 业务市场空间仍然广阔。创业板开通、股指期货出台、融资融券试点，国际板也渐行渐近，中国资本市场进入改革密集期，1.0 业务未来几年仍将较快增长。

➤ 证券、银行是主要亮点，基财业务重点看新客户拓展

- 1) 上半年，来自证券行业的收入达到 1.47 亿元，同比大幅上升 66.9%。证券行业收入高速增长，一方面是由于证券公司资产管理业务遍地开花的原因，另一方面，基于集中交易系统的多银行第三方存管业务、融资融券业务也带来了增量业务。
- 2) 受制于银行的合同审批和项目竣工流程，来自银行业的收入虽然同比仅增长 4.6%，但合同保持了 50% 以上的增长。银行事业部最主要的一个竞争对手陷入危机对公司形成利好，公司银行业务的竞争能力有望得到增强。
- 3) 上半年，公司来自基财行业的销售收入略有下降，基金公司对 IT 系统的采购意愿有所降低是主要原因。公司已计划加大其他行业客户的拓展力度，信托、私募、资管等新客户的开拓和金融创新业务的出现有望带动基财业务整体的发展。

➤ 聚源进展顺利，打开市值上升空间

收购聚源是公司在资讯系统领域的布局，依托和公司原有产品的协同效应，聚源目前进展顺利，公司市值有望再上新台阶。我们认为，从交易切入到资讯领域相对更容易一些，公司与 wind 的差距主要体现在产品质量和人员投入上，聚源机遇大于挑战。上半年，聚源继续加强各方面投入，员工数量同比增长 100% 以上，合同毛利也较去年同期增长 150% 以上。3 月下旬发布的新产品“聚源投资终端”目前已经获得多家订单，发展态势良好；而基础的金融数据库产品则借助恒生电子 1.0 业务的其它应用系统整合和对接的优势，也开始被业界越来越多的客户所接受和使用。我们估计，聚源今年收入将达到 5000 万，明年合同额有望过亿。

➤ 1.0 “护城河”的不断加固是看好公司的核心基础

经过多年的积累，公司 1.0 业务的领先优势不断增强。目前，公司证券集中交易系统市场份额超过 40%，资产管理及投资系统份额超过 80%，风险控制系统的市场份额超过 60%，基金投资交易系统的市场份额超过 90%。1.0 “护城河”的不断加固意味着：1) 公司具有较强的定价能力。中国软件的价格还相对偏低，公司未来有望逐步从成本定价向价值定价转变，“成本转移”能力强。2) 1.0 业务超强的客户粘性将显著提升公司的平台价值，这将有助于公司自身业务的衔接推广，公司也有望成为其他企业进入基金业的首选合作伙伴，甚至公司可能走上 sungard 的收购成长之路。

➤ 毛利率同比略有上升，未来有望进一步提高

上半年，公司毛利率达到 75%，同比上升 2.35 个百分点。毛利率上升主要是因为公司主动对集成业务和硬件业务进行了收缩。基于现有战略，随着公司产品的不断升级完善，毛利率未来有望进一步提高。

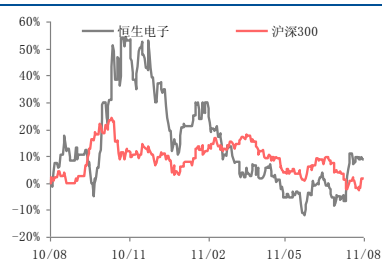
强烈推荐

维持

交易数据 (2011-08-28)

收盘价	16.02
近 12 个月最高/最低	23.69/12.8
总股本 (百万股)	623.75
流通股本 (百万股)	623.75
流通股比例%	100.00
总市值 (亿元)	99.92
流通市值 (亿元)	99.92

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

联系人：沈海兵

电话：(8621)68885169

Email: shenhaibing@mszq.com

相关研究

《一季报点评：软件服务增长较快，期待 2.0 转型》2011-4-26

《转融通加速融资融券进程》2011-8-22

➤ 期间费用率略有上升, 费用侵蚀利润的现象今年将有所缓解

上半年, 公司销售费用率同比下降 2.2%, 但管理费用率同比上升 4.4%。虽然销售环节的生产效率有了较大提升, 但管理费用压力仍较大, 物价上涨、IT 行业人才竞争的加剧以及客户挖角的压力都将增加公司的人力成本。从全年来看, 我们估计, 费用的增速还是会超过收入, 但去年费用大幅侵蚀利润的现象将有所缓解。

三、 盈利预测与投资建议

重申“强烈推荐”评级。我们认为, 公司 1.0 业务仍大有可为, 聚源打开市值上升空间。我们看好公司从交易领域切入到资讯领域, 并最终实现从 B2B 向 B2C 的转型。预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.45/0.63/0.87 元, 给予公司 6 个月目标价 19 元, 对应 2012 年 PE 为 30x。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	867	1,129	1,489	1,935
增长率 (%)	18.85%	30.17%	31.86%	30.01%
归属母公司股东净利润 (百万元)	219	280	393	543
增长率 (%)	6.35%	27.85%	40.71%	37.94%
每股收益 (元)	0.35	0.45	0.63	0.87
PE	45.70	35.74	25.40	18.41
PB	9.23	5.90	4.79	3.80

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	867	1,129	1,489	1,935
减：营业成本	214	253	307	372
营业税金及附加	31	34	45	58
销售费用	144	181	238	310
管理费用	326	418	536	677
财务费用	(1)	2	(3)	(7)
资产减值损失	4	2	2	2
加：投资收益	16	21	20	20
二、营业利润	156	261	384	543
加：营业外收支净额	88	50	53	60
三、利润总额	244	311	437	603
减：所得税费用	22	31	44	60
四、净利润	222	280	393	543
归属于母公司的利润	219	280	393	543
五、基本每股收益 (元)	0.35	0.45	0.63	0.87
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	56.11	32.22	21.25	14.03
成长能力：				
营业收入同比	18.8%	30.2%	31.9%	30.0%
营业利润同比	-15.9%	67.4%	47.1%	41.3%
净利润同比	6.3%	27.9%	40.7%	37.9%
营运能力：				
应收账款周转率	11.18	9.43	8.30	8.25
存货周转率	3.52	8.58	19.41	20.79
总资产周转率	0.59	0.60	0.61	0.63
盈利能力与收益质量：				
毛利率	75.3%	77.6%	79.4%	80.8%
净利率	25.2%	24.8%	26.4%	28.0%
总资产净利率 ROA	13.9%	12.9%	14.5%	15.8%
净资产收益率 ROE	20.5%	16.5%	18.8%	20.6%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.38	6.33	5.46	4.98
资产负债率	32.3%	21.6%	22.8%	23.6%
利息保障倍数	-241.8	139.4	-111.2	-80.3
每股指标：				
每股收益	0.35	0.45	0.63	0.87
每股经营现金流量	0.28	0.46	0.71	0.98
每股净资产	1.74	2.72	3.35	4.22

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	411	1,725	2,181	2,810
应收票据	0	15	20	27
应收账款	85	155	204	265
预付账款	2	6	11	16
其他应收款	12	46	61	80
存货	194	69	84	102
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	890	2,017	2,562	3,299
长期股权投资	390	0	0	0
固定资产	88	86	88	89
在建工程	0	1	1	1
无形资产	57	50	47	44
其他非流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	709	144	142	141
资产总计	1,599	2,160	2,704	3,441
短期借款	34	0	0	0
应付票据	6	0	0	0
应付账款	42	69	84	102
预收账款	139	241	375	549
其他应付款	60	7	8	10
应交税费	41	13	15	15
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	373	319	469	663
长期借款	138	138	138	138
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	141	141	141	141
负债合计	516	466	617	811
股本	624	624	624	624
资本公积	43	397	397	397
盈余公积	94	94	94	94
未分配利润	230	487	881	1,423
少数股东权益	92	92	92	92
所有者权益合计	1,083	1,694	2,087	2,630
负债和股东权益合计	1,599	2,160	2,704	3,441

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	173	284	443	613
投资活动现金流量	(367)	731	18	18
筹资活动现金流量	95	296	3	7

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

沈海兵，IT行业分析师，复旦大学世界经济硕士、电子科学与技术学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。